



**CENTRO UNIVESITÁRIO DE  
BRASÍLIA – UniCEUB FACULDADE  
DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E  
SOCIAIS- FAJS- CURSO DE  
BACHARELADO EM RELAÇÕES  
INTERNACIONAIS**

**A CRISE DO SUBPRIME E SEU IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO: INVESTIMENTO EXTERNO DE PORTFÓLIO**

André Luiz Rigaud Cardoso

Orientador: Prof. Dr. Márcio de Oliveira Jr.

Brasília

05/2012

**ANDRÉ LUIZ RIGAUD CARDOSO**

**A CRISE DO SUBPRIME E SEU IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO: INVESTIMENTO EXTERNO DE PORTFÓLIO**

André Luiz Rigaud Cardoso

Orientador: Prof. Dr. Márcio de Oliveira Jr.

Monografia apresentada como Pré-requisito para conclusão do curso de Bacharelado em Relações Internacionais do Centro Universitário de Brasília UniCEUB. Orientador: Prof. Márcio de Oliveira Junior.

Brasília

05/2012

RIGAUD, André Luiz.

A Crise do Subprime e seu Impacto no Mercado de Capitais Brasileiro:  
Investimento Externo de Portfólio.

Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado) - Faculdade de Ciências  
Jurídicas e Sociais do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB). Curso de  
Relações Internacionais. Brasília, DF, 2012.

Orientador: Prof. Dr. Márcio de Oliveira Junior.

1. Economia. 2. IEP 3. Crises 4 Bolsa de Valores

I.Título

**ANDRÉ LUIZ RIGAUD CARDOSO**

**A CRISE DO SUBPRIME E SEU IMPACTO NO MERCADO DE CAPITAIS  
BRASILEIRO: INVESTIMENTO EXTERNO DE PORTFÓLIO**

Monografia apresentada como Pré-requisito para conclusão do curso de Bacharelado em Relações Internacionais do Centro Universitário de Brasília UniCEUB. Orientador: Prof. Dr. Márcio de Oliveira Junior.

Brasília, 09 de maio de 2012.

Banca Examinadora

---

Prof. Orientador

---

Prof. Examinador

---

Prof. Examinador

## RESUMO

O presente trabalho descreve como se desenvolveu a crise internacional de 2008 (crise do *subprime*) a fim de compreender como seus resultados impactaram a economia e o investimento de portfólio no mercado de capitais brasileiro. Para isso houve um maior destaque referente à política monetária adotada pelos EUA de injetar liquidez em sua economia no intuito de estimular o crescimento econômico do país que por consequência acabou gerando um excesso de liquidez em todo sistema financeiro internacional. Não obstante, foram analisadas as políticas anticíclicas adotadas pelo Governo brasileiro que também tiveram impactos significativos tanto na economia brasileira quanto no resultado dos investimentos estrangeiros no país. Além das análises citadas, as teorias utilizadas foram de suma importância para atingir o objetivo deste trabalho.

Palavras Chave: Crise do Subprime, Investimento de Portfólio, BMF&BOVESPA e Mercado Internacional de Capitais.

## **ABSTRACT**

The present work describes how the latest international crisis (subprime crisis) have been developed with the main objective to understand how the results have affected the economy and the portfolio investments in the Brazilian capital market. There was also a greater highlight on the monetary policy adopted by the U.S.A who had to inject liquidity into their economy in order to stimulate its country's economic growth, what consequently ended up generating an excess of liquidity throughout the international financial system. Nevertheless, another point analyzed was the countercyclical policies adopted by the Brazilian government that also have had significant impacts on the Brazilian economy and on the results of foreign investments in the country. In addition to this, the theories used here were very important to achieve the main objective of this work.

**Keywords:** Subprime Crisis, Portfolio investment, BMF&BOVESPA and International Capital Market.

### **Lista de Siglas**

ABRASCA – Associação Brasileira de Companhias Abertas

BMF/BOVESPA – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CDB - Certificados de Depósitos Bancários

CDI – Certificados de Depósitos Interfinanceiros

FUNDAP – Fundação de Desenvolvimento Administrativo

IOF – Imposto Sobre Operações Financeiras

IPO – Inicial Public Offering

MTP – Moderna Teoria do Portfólio

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento

PETROBRAS – Petróleo Brasileiro S/A

S/A – Sociedade Anônima

SMFI – Sistema Monetário-Financeiro Internacional

SPE - Sociedade de Propósito Específico

## SUMÁRIO

<i>INTRODUÇÃO</i> .....	1
<i>1. INTERDEPEDÊNCIA, GLOBALIZAÇÃO, MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITAIS E O “EFEITO CONTÁGIO”</i> .....	4
1.1. Considerações Preliminares.....	4
1.2. Interdependência e Globalização.....	4
1.3. Mercados Internacional de Capitais e os Ganhos com o Comércio.....	6
1.4. Risco X Retorno.....	9
1.5. A Formação do mercado internacional de capitais e a falta de regulamentação.....	10
1.6. Contágios e Crises Financeiras.....	13
1.7. Considerações Finais.....	18
<i>2. DESCRIÇÃO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008</i> .....	19
2.1. Considerações Preliminares.....	19
2.2. A Origem da Crise do <i>Subprime</i> .....	19
2.2.1. Aumento da Inadimplência nos EUA .....	23
2.2.2. Excesso de Alavancagem.....	25
2.3. Desregulamentação.....	28
2.4. Considerações Finais.....	29
<i>3. ANÁLISE DO IMPACTO DA CRISE NO BRASIL</i> .....	34
3.1. Considerações Preliminares.....	34
3.2. Efeitos da Crise no Brasil.....	34
3.3. Medidas Econômicas Tomadas pelo Brasil durante a crise.....	40
3.4. Recuperação Econômica e o Retorno dos Investidores Externos para a BMF&BOVESPA.....	40
3.5. Considerações Finais.....	42
<i>4. CONCLUSÃO</i> .....	44
 <i>BIBLIOGRAFIA</i> .....	 46



## INTRODUÇÃO

---

O ano de 2008 foi marcado pelo aprofundamento da crise financeira<sup>1</sup> internacional, que teve como seu estopim o mercado imobiliário estadunidense. Inerente a isso podemos destacar o mercado financeiro norte-americano, altamente desregulamentado, envolvendo títulos vinculados às hipotecas *subprime*<sup>2</sup> como um dos fatores principais, se não o principal, fator gerador da crise.

Após a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*<sup>3</sup>, a crise ganhou dimensões sistêmicas e se espalhou de forma global, atingido de forma mais severa os países considerados emergentes, mesmo estes tendo uma situação econômica extremamente favorável em suas contas externas, além de volumes consideráveis em suas reservas internacionais, como era o caso do Brasil.

No decorrer deste trabalho tentarei mostrar como se desenvolveu o investimento externo de portfólio no Brasil em decorrência da crise do *subprime*, analisando fatores econômicos nacionais e internacionais. O objetivo

---

<sup>1</sup> Uma crise financeira é normalmente desencadeada quando há, em determinada nação, um maior número de agentes pessimistas em relação aos demais. Suas principais consequências são a desvalorização de ativos financeiros e a iliquidez de diversas instituições, ou seja, a confirmação e o agravamento dos motivos que geraram o pessimismo inicial. Uma crise atinge um nível sistêmico quando se espalha para os diversos países compõem o globo.

<sup>2</sup> Hipotecas *subprime* são, nos Estados Unidos, empréstimos concedidos a mutuários com altíssimo risco de inadimplência devido a não comprovação de renda suficiente para o pagamento dos financiamentos. Os juros destas hipotecas eram altíssimos além de variáveis, o que tornavam estes empréstimos altamente lucrativos para os bancos, mas extremamente perigosos para o sistema financeiro norte-americano.

<sup>3</sup> *Lehman Brothers* é um banco de investimentos dos EUA.

é entender por que, pelo menos num segundo momento, o Brasil teve um resultado positivo durante uma crise internacional que foi considerada a maior dos últimos tempos.

Será visto, também, a importância do investimento externo de portfólio tanto para investidores, empresas e governo brasileiro à medida que esse tipo de investimento está relacionado ao grande aumento do fluxo de capital externo destinado ao mercado de capitais brasileiro. Portanto, trabalharei com a hipótese de que, pelo menos num segundo momento da crise, o aumento da liquidez internacional e os fundamentos macroeconômicos no Brasil foram de suma importância para o bom resultado da economia brasileira.

Desse modo, a atuação do governo norte-americano, seguido pelo Banco Central Europeu, de injetar liquidez em suas economias, em outras palavras, aumentar a quantidade de dinheiro disponível em uma economia, incentivando o consumo, acabou por gerar excesso de liquidez em todo o mundo. O problema é que a injeção de liquidez não funcionou totalmente como planejada, ou seja, como estímulo ao crescimento econômico destes países. Sendo assim, grande parte destes recursos foi direcionada a países emergentes que apresentavam uma taxa de retorno mais interessante.

Esse transbordamento de liquidez para outros países ocorre devido ao alto grau de integração que há no Sistema Monetário Financeiro Internacional (SMFI) <sup>4</sup>. A grande maioria dos países tem suas contas de capital abertas, o que ocasiona o livre fluxo de capitais entre eles. Isso nos leva a segunda parte da hipótese. Devido ao excesso de liquidez ou à grande disponibilidade de crédito que a economia mundial passou a ter, os países desenvolvidos passaram a alocar seus recursos em países que pudessem gerar maiores ganhos de capital em vez de investirem esses recursos internamente.

---

<sup>4</sup> O Sistema Monetário-Financeiro Internacional tem a função de facilitar o comércio e os investimentos internacionais, além de gerar movimentos de capitais para onde é mais lucrativo.

O fato do Brasil ser um país com baixa taxa de poupança interna e pouco capital, além de ter umas das maiores taxas de juros reais do mundo, torna o retorno sobre o capital investido, apesar do risco, consideravelmente maior do que em países desenvolvidos. A atual estabilidade e os bons fundamentos macroeconômicos<sup>5</sup> do país também influenciaram bastante na decisão dos investidores em aportar recursos no país.

Apesar de algumas vezes o trabalho tratar de detalhes relacionados à área de finanças, toda a abordagem sobre o sistema financeiro internacional e a descrição da crise internacional de 2008, além de serem temas muito discutidos no curso de Relações Internacionais, tem como objetivo realizar uma análise voltada à atuação das instituições, ou seja, uma análise mais institucional da crise e não somente uma análise do ponto de vista econômico-financeiro, o que torna o tema relevante para o campo das Relações Internacionais.

---

<sup>5</sup> Os fundamentos macroeconômicos são observados por indicadores que refletem o estado atual da economia de um Estado em função de uma determinada área da economia (indústria, mercado de trabalho, comércio, etc.) São publicados regularmente num determinado período de tempo por agências governamentais e do sector privado. Alguns desses indicadores são: taxa básica de juros, produto interno bruto, índice de preços ao consumidor, indicadores de emprego, balança de pagamentos entre outros.

## **CAPÍTULO 1.**

### **MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITAIS E O “EFEITO CONTÁGIO”**

---

#### **1.1. Considerações preliminares**

No capítulo 1, farei uma breve explicação sobre as teorias de interdependência e globalização. Nesse contexto será abordado o conceito de mercado internacional de capitais, mostrando a sua importância para investidores além dos benefícios gerados para a economia dos países. Dando continuidade a isso, mostrarei também os riscos que envolvem um país quando ele tem seu mercado de capitais aberto.

Este capítulo está organizado em duas partes principais: a primeira parte envolve os ganhos com o comércio internacional de ativos; e a segunda envolve os riscos inerentes a esse comércio, tendo com foco principal no risco de contágio das crises financeiras entre países, mesmo que não haja uma interdependência econômica relevante entre eles.

#### **1.2. Interdependência e Globalização**

O termo globalização apesar de antigo tornou-se bastante comum a partir da década de 90. O processo da globalização é comumente associado às grandes mudanças ocorridas no sistema econômico-financeiro internacional, devido ao aprofundamento das relações de interdependência entre diversos atores internacionais estatais e não estatais que se tornavam cada vez mais complexas. Embora as transformações econômicas tenham sido mais evidentes devido a maior facilidade de se quantificar, os efeitos da globalização foram caracterizados por um conjunto de mudanças em diversas áreas, tanto no âmbito econômico

quanto no político, social e cultural, cada qual avançando em uma determinada velocidade.

Para Keohane & Nye(1977) Interdependência pode ser definida de uma maneira bem simples: "dependência mutua" . Tanto o setor público quanto o setor privado dos países se mantem conectados por laços informais, que estão inseridos no que eles chamam de Múltiplos canais que conectam as sociedades. Dentro deste contexto é considerado, por exemplo, que bancos e empresas multinacionais afetam tanto as relações domésticas como relações interestatais.

Durante os últimos 50 anos, o crescimento econômico do mundo industrializado tem se desenvolvido de forma vertiginosa. O comércio mundial tem crescido fortemente e tem se tornado um grande formador do PIB de muitos países. Investimentos externos também tem se mostrado crescentes e altamente estratégicos para economia dos países investidores nos últimos anos. (KEOHAHANE&NYE,1977).

Nessa linha, Junior et. al. (2003, p.188) diz que a interdependência implica dependência mutua entre Países, mas que essa dependência ocorre de forma assimétrica ao passo que não há o mesmo grau de desenvolvimento socioeconômico entre os participantes. O que significa que a interdependência não é necessariamente vantajosa para todos os países envolvidos.

Bruni (2002 p. 36) conceituou a globalização como o aumento da interdependência entre Estados principalmente através do aumento do fluxo do comércio e de capitais, de uma forma surpreendente e nunca vista anteriormente.

Ainda, segundo Bruni:

A globalização pode ser definida de diversas maneiras dependendo do nível em que se deseja focalizar. Pode se falar de globalização do mundo inteiro, de um país, de um só setor industrial, de uma única empresa, ou, até, determinada atividade ou função dentro da empresa. No nível mundial, a globalização significa a crescente interdependência econômica entre países, que se reflete nos fluxos de bens, serviços, capital e know-how que atravessam fronteiras. No caso de um país, a globalização refere-se ao volume das conexões entre a

economia nacional e o resto do mundo. Alguns indicadores chave para avaliar a integração global da economia de um país podem ser representados pelo volume de exportações e importações em relação ao PIB, os fluxos de entrada e saída de investimentos estrangeiros diretos e indiretos e o fluxo de entrada e saída de royalties associados à transferência de tecnologia. (Bruni 2002 p. 36).

Rubens Ricupero (2008 p.130) explica que: a explosão das comunicações, contatos pela internet e as ondas eletrônicas, vem produzindo, de certa forma, uma uniformização dos padrões culturais e políticos. Transações por meio de comércio eletrônico, como por exemplo, a compra e venda de bens intangíveis feitas em sítios na internet demonstram o alto grau de globalização em que vivemos hoje. Ainda de acordo com Ricupero, não podemos esquecer o grande aumento de operações financeiras e cambiais, totalmente desvinculados da economia real.

Os conceitos de interdependência e globalização mostram em parte a complexidade de um mundo cada vez mais interdependente. Estes conceitos são importantes para que posteriormente seja entendido o funcionamento do mercado internacional de capitais, onde há interligação do mercado de capitais de diversos países.

### **1.3. Mercado Internacional de Capitais e os Ganhos com o Comércio**

O mercado em que investidores (pessoa física, investidores institucionais ou governos) de diversos países realizam operações de compra e venda de ativos é chamado de “mercado internacional de capitais”. Na verdade, o mercado internacional de capitais é formado por um grupo de mercados de capitais<sup>6</sup> interconectados, em que os ativos comercializados têm alguma dimensão internacional. As transações de moedas, por exemplo, são

---

<sup>6</sup> “O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas”. (BMF&BOVESPA, p.13).

realizadas no mercado de câmbio, que é uma parte importante do mercado internacional de capitais. (LIMA, 2005).

Os principais *players*<sup>7</sup> desse mercado são os mesmos que atuam no mercado de câmbio: agências do governo, grandes firmas, bancos e instituições financeiras não bancárias. Alguns dos ativos comercializados no mercado internacional de capitais são: ações, títulos públicos e privados, derivativos<sup>8</sup> além de depósitos bancários realizados em suas respectivas moedas. (KRUGMAN, 2005).

Essas trocas de ativos entre investidores de diversos países, como por exemplo, a troca de um lote de ações da Microsoft por títulos do tesouro brasileiro são consideradas, na maioria das vezes, capital especulativo, ou seja, muitos defendem que esses investimentos não trariam nenhum tipo de benefício real para economia de um país, sendo assim, só os “especuladores” teriam ganhos com essas operações, ao mesmo tempo em que trariam muita volatilidade para dentro dos mercados.

Na verdade, Krugman (2005), mostra que não é bem assim, e que tais operações levam a ganhos do comércio que podem beneficiar consumidores de todo o mundo. Segundo o autor, existem três possibilidades de ganho com o comércio internacional: trocas de produtos e serviços por produtos e serviços, troca de produtos e serviços por ativos e troca de ativos por ativos. Devemos levar em consideração somente as duas últimas, pois a primeira se refere ao tradicional ganho de comércio via troca de produtos e serviços por produtos e serviços.

---

<sup>7</sup> *Players*; são as instituições que atuam no mercado internacional de capitais.

<sup>8</sup> “Derivativos são instrumentos financeiros que têm seus preços derivados (daí o nome) do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Por exemplo, o mercado futuro de petróleo é uma modalidade de derivativo cujo preço é referenciado dos negócios realizados no mercado à vista de petróleo, seu instrumento de referência. No caso de um contrato futuro de dólar, ele deriva do dólar à vista; o futuro de café, do café à vista, e assim por diante”. (BMF&BOVESPA).

A troca de produtos ou serviços por ativos, também chamada de comércio intertemporal, pode gerar ganhos ao comércio da seguinte forma: Quando investidores internacionais participam de uma Oferta Pública Inicial (IPO) <sup>9</sup>, ou da compra de debêntures<sup>10</sup> no Brasil, que é um país emergente, estará ajudando a empresa a financiar seu crescimento. Se a empresa cresce, ela contrata mais funcionários e gera mais renda, tendo em vista que os mesmos irão gastar parte dessa renda trazendo ganhos para economia real do país. Já os investidores ganham, apesar do risco, à medida que investimentos nesses países podem gerar retornos relativamente maiores do que se aplicassem esses recursos em seus próprios países. (KRUGMAN, 2005).

Dando continuidade, quando uma empresa, recebe investimentos que talvez tivesse dificuldade em conseguir se dependesse dos recursos oriundos do país de origem, pode, por exemplo, investir na compra de bens de capital, o que tende influenciar na qualidade dos produtos, além de proporcionar o aumento da capacidade produtiva da empresa.

Outro ponto importante se refere aos benefícios que os investimentos de portfólio podem gerar para um Estado, a exemplo disso, pode ser citado que a abertura do mercado de capitais permite a um país financiar mais facilmente um eventual déficit em transações correntes. Nesse sentido, o governo pode utilizar os recursos oriundos da conta de capitais para cobrir o déficit em transações correntes. No parágrafo abaixo, pode ser visto de maneira mais clara como o país pode financiar seu déficit.

Quando o país A compra um imóvel do país B e o país B compra debêntures do país A, isso é chamado de troca de ativos por ativos. Desse

---

<sup>9</sup> Oferta Pública Inicial ou (IPO) usualmente referido na sigla em inglês é um tipo de operação financeira onde uma empresa abre o seu capital e tem suas ações negociadas em bolsa pela primeira vez. As empresas realizam um (IPO) no intuito de levantar recursos para realizar planos de investimento com o objetivo de expandir e melhorar sua produtividade.

<sup>10</sup> “São valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora”. (ABRASCA, 2008).



modo, os ganhos com a troca de ativos por ativos podem ser gerados da seguinte forma: Se o Brasil tem um déficit em transações correntes de \$20 bilhões de dólares e em sua conta financeira teve fluxo de saída financeira equivalente à \$10 bilhões de dólares e fluxo de entrada financeira de \$80 bilhões de dólares, devido à compra de ativos no Brasil por estrangeiros, o país pode facilmente financiar seu déficit em transações correntes de \$20 bilhões com os \$ 70 bilhões excedente da conta financeira. (LIMA, 2005).

De acordo com que foi abordado acima, podemos observar que o grande volume do comércio de troca de ativos por ativos entre países, tanto como a troca de ativos por serviços, pode ser benéfica para todos os agentes envolvidos.

#### **1.4. Risco X Retorno**

Seguindo a lógica de que as pessoas (em sua grande maioria) são avessas ao risco<sup>11</sup>, elas avaliam a composição de uma carteira de ativos não se preocupando apenas com possível retorno<sup>12</sup>, mas também com o risco associado a esse retorno. No caso dos investidores serem avessos ao risco, eles podem optar, por exemplo, por manter títulos de diversos países atrelados a moedas diferentes, mesmo que os juros pagos por cada país sejam também diferentes, desde que a carteira de ativos ofereça tanto uma projeção boa de lucratividade quanto um grau de risco aceitável. (BRUNI, 2002). Normalmente, se torna mais interessante para o investidor, montar uma carteira que flutue menos de ano para ano, oferecendo um mesmo retorno médio, do que uma carteira que seja muito volátil de ano para ano. (ELTON, 2004).

Já vimos alguns exemplos importantes que mostram os ganhos com o comércio internacional de ativos. Agora será explicado de uma forma mais

---

<sup>11</sup> Risco: Qualquer medida numérica que caracterize incerteza sobre o retorno pode ser chamada de risco. (DUARTE, p.1).

<sup>12</sup> Retorno pode ser entendido como a apreciação de capital ao final do horizonte de investimento. (DUARTE, p. 1).

clara como os investidores podem se beneficiar reduzindo o risco associado ao retorno sobre sua riqueza. O comércio internacional de ativos permite que os investidores diversifiquem suas carteiras dividindo sua riqueza em uma quantidade maior de ativos, diminuindo a quantia em dinheiro aplicada em cada ativo, atitude que reflete a famosa frase “nunca coloque todos os ovos numa cesta só”. Se um país está aberto ao mercado internacional de capitais, os investidores podem minimizar o risco de sua riqueza colocando alguns de seus ovos, “dinheiro”, em cestas diferentes, ou seja, em “ativos estrangeiros”. Sendo assim, os investidores diminuem o risco de grandes perdas. A abertura do mercado de capitais é interessante, pois sem essa opção, ficaria mais difícil para os investidores escapar do risco de mercado inerente à economia de cada país.

A moderna teoria dos portfólios (MTP) é um marco na teoria contemporânea das finanças e mostra que maiores benefícios podem ser conseguidos quando há menores níveis de correlação entre determinados ativos devido à interdependência fiscal, monetária e cambial de diferentes países. É de se esperar que ativos negociados em países com diferentes níveis de estruturação e atuação econômica tenham um nível ainda menor de correlação. (BERNSTEIN, 1992).

Para Bruni (2002), se o retorno dos ativos entre países diversos apresentarem uma correlação menor do que a correlação dos retornos dentro de um país é possível dizer que haja uma redução ainda maior da parcela de risco diversificável para ativos distribuídos internacionalmente.

### **1.5. A Formação do Mercado Internacional de Capitais e a Falta de Regulamentação**

O mercado internacional de capitais é composto por bancos comerciais, sociedades anônimas (SA), instituições financeiras não bancárias, bancos centrais e outros órgãos do governo. (KRUGMAN, 2005). Por

intermédio destas instituições é possibilitada a troca de vários tipos diferentes de ativos. Entre eles estão títulos, moedas, ações, e instrumentos financeiros mais complicados como opções de ações e opções de moedas. Quando falamos sobre o comércio de ativos precisamos ficar atentos a algumas distinções como, por exemplo, instrumentos de dívida e instrumentos de controle acionários. (PINHEIRO, 2007)

Instrumentos de dívida: os instrumentos de dívida são baseados na perspectiva de que o emissor deve pagar um valor fixo (soma do valor principal mais os juros) independente da situação econômica do país ou de uma empresa. (Pinheiro, 2007). Esses juros podem ser pré-fixados ou pós-fixados, dependendo da característica de cada título, sendo eles públicos e ou privados. Vale dizer que esses instrumentos financeiros são conhecidos como produtos de renda fixa para os investidores e instrumentos de dívida para o país ou as empresas que emitem os títulos.

Instrumentos de controle acionário: no caso dos instrumentos de controle acionário, quando se compram ações, por exemplo, não há uma renda fixa para os investidores e nem a obrigação da empresa em devolver todo o dinheiro mais juros. Entretanto, as ações dão ao portador o direito de receber parte do lucro de uma empresa de acordo com sua participação acionária. Os ganhos podem vir da valorização dos ativos e do lucro da empresa. Por isso, as ações são consideradas um produto de renda variável, já que não se pode afirmar previamente qual será o seu retorno. (PINHEIRO, 2007).

Como é bem observado por muitos analistas, há muitas falhas na atividade bancária global, e a principal delas é a desregulamentação, que torna o sistema financeiro internacional vulnerável a quebras de bancos em uma escala considerável. Se um banco passa a ter perdas relevantes de depósitos é bem provável que venha à falência. O problema é que se isso vier a acontecer com mais um ou dois bancos, pode-se criar uma atmosfera de pânico financeiro, e as falências podem se estender até bancos que tenham boa saúde financeira. (BRUNI, 2002).

Assim, não são apenas os depositantes que saem prejudicados, quando as quebras alcançam escalas maiores. Os problemas de um banco com péssima saúde financeira podem se alastrar para bancos mais seguros a partir do momento em que se descobre que este fez empréstimos para uma instituição que está em crise<sup>13</sup>. Além disso, a quebra de um ou mais bancos pode gerar o que é chamado de efeito cascata, ou seja, a quebra de vários bancos em série, causando uma redução drástica na capacidade do sistema bancário em financiar investimentos, gastos com bens de consumo e duráveis, reduzindo a demanda agregada e levando a uma desaceleração econômica.

Tendo em vista o quão prejudicial pode ser o colapso da atividade bancária, os governos tentam evitar a quebra de bancos por meio de regulamentação interna e também por intervenção nas instituições via injeção de recursos. (PINHEIRO, 2007).

Por que uma crise bancária pode gerar impactos tão significativos na economia real de um país? Bom, no próximo parágrafo farei uma breve explicação sobre como os bancos criam dinheiro e como isso pode impactar um país em caso de uma crise financeira.

Os depósitos bancários fazem parte do estoque de recursos de um banco. Os financiamentos também podem ser feitos em forma de depósito em conta, ou seja, o banco empresta, mas a maior parte dos recursos continua no banco. Também podem ser pagos diretamente em espécie. Desse modo, toda vez que um banco faz um empréstimo, ele aumenta o estoque de recursos disponíveis na economia. (DORNBUSH et al., 1998). Vejamos o exemplo hipotético a seguir:

Digamos que na economia do país chamado *Newland* só existiam inicialmente a quantia de \$100 dólares. Esses \$100 dólares são depositados na conta do banco A que mantém 10% desse valor como reserva, ou seja, \$10

---

<sup>13</sup> Isso ocorre porque os bancos são interdependentes. Existe o chamado mercado interbancário em que os bancos emprestam dinheiro uns aos outros.

dólares e empresta os outros \$90 dólares para o banco B. O banco B também mantém 10% desse valor como reserva e empresta \$81 dólares para o banco C. O banco C mantém como reserva 10% e empresta o resto, \$72 dólares para tomadores de empréstimo pessoa física.

Como pode ser visto no começo, só existiam 100 dólares na economia do *Newland*, mas devido aos empréstimos realizados entre instituições financeiras e posteriormente a tomadores de empréstimo pessoa física, a economia do país passou a ter a quantia financeira de \$343 dólares, isso se deve à própria definição de moeda: papel moeda em poder do público + depósitos à vista nos bancos comerciais. Os bancos criaram dinheiro fazendo empréstimo a medida em que liberam parte de suas reservas para o uso do público ou instituições financeiras.

No caso do cliente que realiza um empréstimo e decide por receber em espécie, as reservas do banco diminuem de acordo com valor do empréstimo, mas o ativo total do banco se mantém da mesma forma; a diferença é seu posicionamento no balanço patrimonial, onde estes ativos passam de reserva para empréstimos. Entretanto, as obrigações (passivo) do banco se mantêm inalteradas. Sendo assim, o estoque de dinheiro aumenta porque o dinheiro que estava no banco, e os recursos que não faziam parte do estoque, agora estão nas mãos do público. (DORNBUSH et al., 1998).

Por essa razão a decisão dos bancos de emprestar mais ou menos dinheiro, afeta a decisão dos clientes de tomar mais ou menos dinheiro emprestado, impactando significativamente a economia. Isso ocorre porque quando os bancos criam moeda via concessão de crédito acaba por afetar o grau de liquidez na economia, ou seja, a oferta de crédito.

## **1.6. Contágios e Crises Financeiras**

Atualmente, crises em determinados países têm gerado impactos significativos em outros países, mesmo estes tendo estruturas econômicas

diferenciadas e sem uma interdependência econômica relevante com o país ou os países que geraram as crises.

De acordo com o que vimos anteriormente, a abertura do mercado de capitais traz benefícios, mas também pode trazer sérios problemas, entre eles, a possibilidade de contágio.

Antes de me aprofundar no conceito de contágio, vale mencionar que as crises internacionais também têm impactos comerciais e não só financeiros na economia dos países, como exemplo, pode-se citar as exportações brasileiras que têm sido constantemente afetadas pela crise de 2008, já que os países desenvolvidos diminuíram drasticamente suas importações. Entretanto, em função do escopo deste trabalho, tratarei apenas dos impactos no mercado financeiro, e por isso é necessário discorrer sobre o conceito de contágio.

Contágio é uma palavra relativamente recente no meio econômico. O interesse dos estudiosos por este conceito surgiu por volta dos anos 90, quando diversas crises financeiras se expandiram rapidamente entre países emergentes que aparentemente tinham bons fundamentos econômicos.

O contágio de crises entre países tem sido conceituado de diversas formas por especialistas. De acordo com o artigo de Seabra e Cazarotto (2002), são citados abaixo alguns destes conceitos:

Contágio é definido como a situação em que, ao se saber da existência de uma crise em um país, aumenta a probabilidade de uma crise doméstica. Segundo Edwards (2000), a definição mais usada refere-se à situação onde a extensão e a magnitude transmitidas internacionalmente pela crise são maiores do que a esperada. Para Edwards (2000), existem algumas questões principais relacionadas ao contágio: (i) de que forma as crises financeiras são transmitidas entre países; (ii) por que algumas crises

são transmitidas tão rápida e violentamente, enquanto outras são contraídas no país de origem; Eichengreen e Rose, Kaminsky e Reinhart (1999, apud SEABRA E CAZAROTTO).

Alguns especialistas defendem a hipótese de que o contágio acontece da seguinte forma: as divisas do sistema financeiro internacional se posicionam de forma hierárquica de acordo com seu grau de conversibilidade, ou seja, os investidores buscam as moedas que sejam mais seguras numa situação de crise. Independente dos fundamentos econômicos dos países emergentes, não importa se são ótimos ou péssimos, o dólar é a moeda principal (divisa-chave) do Sistema Monetário Financeiro Internacional (SMFI) e encontra-se no topo da hierarquia, sendo a divisa com maior grau de conversibilidade, é normalmente a primeira opção dos investidores em momentos de crise. (PRATES, 2009).

Em segundo lugar encontram-se as moedas intermediárias, como, por exemplo, o Euro ou a Libra, que são emitidas por outros países centrais. A elas são conferidos certo grau de segurança e conversibilidade. Essas moedas são consideradas como divisas conversíveis, já que também são utilizadas por muitos países como meio de pagamento de contratos em âmbito internacional além de serem usados como ativos que compõem as reservas internacionais de diversos países. (PRATES, 2009).

Em um degrau mais abaixo desta pirâmide estão as moedas emitidas pelos países emergentes, que são consideradas divisas que não têm conversibilidade, pois dificilmente, pelo menos em âmbito global, essas moedas são utilizadas como formas de pagamento de contratos ou utilizadas como reservas internacionais.

Dessa maneira, fica evidenciada a assimetria do Sistema Monetário-Financeiro Internacional SMFI. O aspecto mais importante é a volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais para os países emergentes, ou seja, num momento de reversão do ciclo econômico, onde haja uma busca por ativos de

maior liquidez, os ativos financeiros dos países emergentes são os primeiros a serem afetados, de forma que os investidores fogem para os ativos em moedas consideradas mais seguras, mesmo que a crise tenha surgido num destes “países centrais”.

A hipótese de contágio entre mercados financeiros se mostrou mais evidente com os efeitos semelhantes em vários mercados emergentes. As características relativas à rentabilidade e liquidez, além de questões macroeconômicas, eram bem diferentes entre estes mercados. Entretanto, o ataque especulativo e a fuga de capitais atingiram sem diferenciação os diversos mercados emergentes, o que ocasionou a forte desvalorização de ativos em bolsas, além de forte desvalorização das moedas nacionais. (KAMISNKY E REINHART, 2003).

Como exemplo, pode ser citada, a Crise Asiática que atingiu o México e o Chile em 1997 e a Crise Russa em 1998 que afetou seriamente o México e vários países da América Latina, incluindo o Brasil. (SEABRA E CAZAROTTO 2002). O “efeito contágio” pode ser evidenciado durante os anos 90, tendo a crise Russa causado sérios impactos sobre as economias da Argentina, do México e do Brasil.

A crise financeira e a declaração de moratória pelos russos em 1998 foi uma turbulência que teve origem interna na Rússia, mas que se transformou em uma crise de liquidez internacional (SEABRA E CAZAROTTO 2002).

Uma moratória aumenta a percepção de risco. Com isso, os investidores vendem ativos de maior risco, como, por exemplo, os dos países em desenvolvimento. Há, então, uma fuga de capitais. Isso não encerra o problema. Durante o período “bom”, em que havia liquidez, os bancos de países em desenvolvimento tomam empréstimos no exterior. Quando a percepção de risco aumenta e a liquidez internacional se contrai, eles não têm como renovar esses empréstimos. São, então, obrigados a honrá-los. Para isso, os bancos, que devem em moeda estrangeira, são obrigados a comprá-la no mercado à vista.



O resultado disso é uma fuga de capitais combinada com uma maior demanda por divisas o que gera uma forte desvalorização da moeda nacional. Esta, por sua vez, aumenta a inflação. Para combatê-la, os países em desenvolvimento são levados a aumentar juros, levando suas economias a recessões.

Logo após a declaração de moratória pelos russos, o México sentiu os efeitos da crise e acabou tendo forte desvalorização em sua taxa de câmbio, consequentemente aumentaram sua taxa de juros e o mercado acionário desabou. (PINHEIRO, 2007).

A economia Argentina sofreu com efeitos similares tendo que aumentar significativamente sua taxa de juros para evitar a fuga de capitais além de ataques especulativos contra sua moeda. O índice Merval, que mede as ações com maior volume financeiro da bolsa Argentina também caiu bastante. O efeito da crise russa, sobre a economia desses dois países, pode ser caracterizado como contágio, uma vez que tais efeitos não eram esperados em tamanha proporção (SEABRA E CAZAROTTO 2002).

O Brasil também foi muito impactado pela Crise Russa havendo uma fuga em massa de capitais gerando um déficit em conta corrente muito maior do que o esperado. No começo de agosto de 1998, o país já tinha perdido cerca \$30 bilhões de dólares de suas reservas internacionais. Isso levou o Banco Central, no começo de 1999, a operar em regime de câmbio flutuante, o que ocasionou uma forte desvalorização do Real. (AVERBUG E GIAMBIAGI, 2000).

Durante 2008, esse efeito foi bem evidenciado, pelo menos no momento mais agudo da crise, onde a fuga de capital dos países emergentes causou efeitos desestabilizadores em suas economias. De acordo com Prates (2009), “no último trimestre de 2008, enquanto as moedas emergentes depreciaram em média 9,9% frente ao dólar, as moedas dos países avançados apreciaram 12,7% também frente ao dólar”. No momento mais profundo da

crise, a moeda de todos os emergentes foi atingida de forma indiscriminada, independente dos fundamentos econômicos destes países.

Durante a crise do *subprime* em 2008, as moedas dos países latino-americanos não resistiram por muito tempo ao “efeito-contágio”. Antes da crise, as moedas destes países vinham se valorizando, principalmente pela alta do preço das *commodities*. Mas, a partir de agosto de 2008 as moedas entraram em processo de desvalorização, parte em função da queda dos preços das *commodities*, aumento da saída de capitais das bolsas de valores, além de ataques especulativos que apostavam na desvalorização destas moedas. Houve, também, uma intensificação da crise nesses países, devido a uma interrupção das linhas de crédito comercial.

Depois da falência do *Lehman Brothers*, começou um movimento generalizado de fuga capital em investimentos de risco e muitos investidores passaram a buscar investimentos mais seguros tomando posições compradas em dólar ou em títulos do tesouro americano.

Após a fase mais aguda da crise, as medidas de estímulo fiscal e monetário tomadas em conjunto por diversos países do globo, mas principalmente pelos Estados Unidos e países da zona do Euro, passaram a surtir efeitos positivos na economia mundial, trazendo de volta liquidez para o sistema financeiro internacional, tendo impacto positivo em países emergentes.

### **1.7. Considerações Finais.**

Em suma, neste capítulo, procurei mostrar a importância do mercado internacional de capitais e como esse mercado pode impactar positivamente a economia de países que têm sua conta de capitais aberta além dos benefícios que podem ser proporcionados aos investidores. Procurei, também, falar dos riscos inerentes a essa abertura devido a uma falta de regulamentação clara e eficiente, o que, por fim, pode incidir no risco de contágio de crises entre

países, afetando economias que têm uma situação macroeconômica relativamente boa.

Cabe ressaltar que o meu objetivo é verificar por que o contágio não durou muito tempo, pelo menos em relação ao Brasil e alguns países emergentes, após a Crise Financeira de 2008. Para isso é necessário compreender a própria crise, que será descrita no capítulo seguinte.

## CAPÍTULO 2.

### DESCRIÇÃO DA CRISE FINANCEIRA DOS EUA DE 2008

---

#### 2.1. Considerações Preliminares

Neste capítulo é feita a descrição da crise financeira do *subprime*, o que é de extrema importância para o entendimento de seus impactos sobre o Brasil, assunto que será abordado no capítulo 3. Esta parte do trabalho está estruturada em dois pontos principais: O primeiro aborda o período de alta dos imóveis e estabilidade econômica dos EUA, ou seja, a fase de bonança no país; já a segunda parte trata da falta de regulamentação da economia norte-americana e os resultados causados por essa falta, levando o país a uma crise profunda que teve seu pico em 2008 e se alastrou pelo resto do mundo.

#### 2.2. A origem da Crise do *subprime*

A crise financeira que se originou nos Estados Unidos em meados da década passada e que atingiu seu ápice em 2008, conhecida como a crise do *subprime*, é considerada a mais grave desde a Grande Depressão da década de 1930. A turbulência, que se alastrou pelo mercado hipotecário norte-americano através de insolvências no segmento *subprime*, abalou todo o sistema financeiro internacional.

De acordo com Gontijo (2008), depois da queda da construção civil nos EUA, entre 1990 e 1993, inicia-se um novo processo de crescimento moderado em 1994 (2,3% ao ano durante o período de 1994 a 2000), até sua reversão em 2008 sendo considerado o último ciclo de alta da construção residencial dos Estados Unidos.

Esse novo ciclo de alta ocorreu por que o *Federal Reserve* (FED), o Banco Central americano, reduziu a taxa básica de juros durante estouro da bolha do mercado acionário, chamada de crise das empresas ponto.com, em 2000. Em seguida vieram mais cortes de juros devido ao ataque terrorista de 11 de setembro de 2001.

Como resultado a taxa nominal de juros chegou a apenas 1 % em 2003, fazendo com que os custos do crédito hipotecário chegassem ao menor nível dos últimos quarenta anos. A redução excessiva da taxa de juros combinada com o aumento das operações de securitização<sup>14</sup> transformaram o *boom*<sup>15</sup> do mercado residencial em negociações altamente especulativas, de modo que a taxa média de crescimento do preço dos imóveis foi de 6,4% ao ano no período de 2000-2005 e passou a um crescimento médio de 14% ao ano de 2005 a 2008. (GONTIJO 2008).

Com o novo *boom* do mercado imobiliário, cresceu, também, o mercado de hipotecas *subprime*, juntamente com as operações de securitização (títulos lastreados em hipotecas). Essas medidas beneficiavam os tomadores de crédito de maior risco, diferentemente das hipotecas de primeira linha (*prime*), em que os tomadores pagavam a entrada exigida e comprovavam seus rendimentos, para que o crédito fosse liberado para aquisição de um imóvel.

No caso das hipotecas *subprime*, aqueles que adquiriam um imóvel por meio do crédito hipotecário não eram capazes de dar entrada exigida e/ou não tinham renda comprovada. (CAGNIN, 2009).

---

<sup>14</sup> No caso imobiliário, a securitização é o processo realizado por Companhias Securitizadoras que adquirem recebíveis com garantia imobiliária e os utilizam para lastrear a emissão de títulos mobiliários que podem ser negociados no mercado de capitais a uma taxa de juros que seja atrativa para investidores. (ASSAF, 2009)

<sup>15</sup> Boom significa crescimento, ou seja, relativo ao crescimento do mercado imobiliário.

Durante o período de alta, foram concedidos trilhões de dólares em crédito para a compra de imóveis, no entanto, grande parte desses tomadores de empréstimos, que eram conhecidos no mercado como Ninjas (*No income, No Jobs, No Savings*), ou em português sem renda, sem trabalho e sem poupança; eram devedores de altíssimo risco, mas ao mesmo tempo eram altamente rentáveis para as instituições financeiras que realizavam os empréstimos. (DOWBOR, 2009).

Para melhor entendimento do processo ao qual eram criadas as hipotecas *subprime*, no parágrafo abaixo, farei uma breve explicação sobre como funcionava a concessão de crédito para pessoas que, na realidade, não se qualificavam para um empréstimo comum (*prime*), mas baseados em informações de corretores e em expectativas futuras de valorização dos imóveis acabavam realizando o empréstimo.

O grande problema é que no médio e longo prazo não havia nenhuma garantia de que os mutuários conseguiriam cumprir os pagamentos caso os imóveis não se valorizassem como era esperado. Além disso, havia o risco de um possível aumento da taxa de juros que, se voltasse a subir, poderia impactar significativamente no aumento das prestações dos financiamentos, impossibilitando os mutuários de honrarem suas dívidas.

Quando um corretor de imóveis vendia uma casa avaliada, por exemplo, no valor de 300 mil dólares para uma pessoa que não podia comprovar sua renda e/ou não possuía recursos suficientes para dar o valor necessário de entrada na compra do imóvel, o corretor explicava ao comprador que isso não seria problema, pois os imóveis estavam se valorizando, então, aquele imóvel que estava sendo comprado por 300 mil dólares, potencialmente, ao final de um ano custaria 380 mil dólares. Isso poderia representar um ganho de 80 mil dólares para o comprador.

Desse modo o valor adicional poderia ser usado para saldar os atrasados, ou seja, o valor da entrada do imóvel, que não foi pago inicialmente, mais eventuais débitos, o que levaria o tomador do empréstimo para o

refinanciamento do imóvel a juros mais baixos e prefixados. Com refinanciamento, haveria uma mudança na classificação da sua hipoteca de *subprime* para *prime*, uma hipoteca com juros mais acessíveis para o comprador e com menos riscos para banco.

Os corretores repassavam os contratos chamados de *subprime* para instituições financeiras que esperavam ganhos altíssimos, apesar do risco, remunerados pelos juros pós- fixados desses contratos.

Quando as instituições financeiras perceberam que suas carteiras de crédito estavam cheias destes *junk bonds* ou títulos podres em português, cujo risco de não recebimento era alto, eles decidiram repassar uma parte dos títulos para outras instituições no intuito de assegurar certas garantias em casos de inadimplência. (DOWBOR 2009).

Ainda, segundo Cagnin (2009). , fundos de pensão ou até mesmo investidores pessoa física adquiriam esses títulos, pois, geravam boa remuneração. Para dar maior credibilidade a estes títulos de alto risco (*junkbonds*) as agências de risco<sup>16</sup> classificavam os mesmos em AAA, BBB e assim por diante, e desta forma, convenciam fundos de pensão e investidores a adquirir os títulos. Instituições norte-americanas muito bem conceituadas no mercado como *Freddie Mac*, *Fannie Mae* e *Ginnie Mae*<sup>17</sup> garantiam os créditos hipotecários e os agrupavam em títulos, que eram vendidos aos investidores.

---

<sup>16</sup> As agências de risco regem-se por regras próprias e a sua principal missão é oferecer aos investidores uma classificação do risco de empresas ou países avaliados por eles, para orientar os investidores nas decisões de investimento. Essas classificações vão desde ativos de baixíssimo risco até ativos de altíssimo risco. Geralmente, quanto maior o risco do ativo maior será a sua possibilidade de retorno. Vale dizer que, depois da crise de 2008, a credibilidade das agências ficou muita abalada, depois de classificarem títulos de altíssimo risco como títulos de baixo risco.

<sup>17</sup> Freddie Mac, Fannie Mae e Ginnie Mae eram as principais instituições financeiras no que diz respeito a distribuição de crédito imobiliário nos EUA. Quando houve o estouro da crise estas instituições quase foram a falência, entretanto, o governo americano o governo americano acabou por salva-las.

De acordo com Gontijo (2008):

Geraram-se, assim, títulos securitizados com créditos hipotecários *subprime*, colocados em *tranches*<sup>18</sup> diferenciadas. As mais elevadas recebiam grau AAA porque estavam credenciadas a receber os primeiros pagamentos dos mutuários. As *tranches* inferiores traziam consigo cupons elevados para compensar o risco mais elevado. Através da mistura de créditos *subprime* com créditos de primeira linha e a transferência do risco, quase 80% das *tranches* com hipotecas *subprime* obtinham grau de investimento (grau A ou ainda mais elevado). (GONTIJO 2008, P. 26)

Em outras palavras, houve uma rápida securitização das carteiras de crédito imobiliário, englobando hipotecas de riscos diferenciados, recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de crédito ao consumidor etc. Os pacotes eram identificados por determinado grau de risco fornecido por agências como *Moody's Fitch* e *Standard & Poor's*. Maior parte destes títulos era adquirida por investidores institucionais e *hedge funds*<sup>19</sup>. (GONTIJO, 2008).

Todavia, os Investidores compravam os *tranches*, que continham títulos podres, mas que tinham boa avaliação de risco. Esses títulos podres, portanto, tinham mercado, sendo que os compradores não conseguiam avaliar o risco potencial. A consequência é que o risco médio, sistêmico, do mercado financeiro aumentou. Além disso, como os títulos subprime, podres, tinham

---

<sup>18</sup> *Tranches* são cestas compostas de vários tipos de títulos, nesse caso, bons e podres. Mas avaliar o risco da *tranche* é bem mais difícil do que avaliar o risco do título.

<sup>19</sup> Os *Hedge Funds*, são fundos de investimento que objetivam o máximo de retorno sobre o capital investido independente do mercado estar caindo ou subindo. Esses fundos são altamente especulativos devido suas operações de venda a descobertas vinculadas ao excessivo nível de alavancagem.



mercado, os empréstimos para a aquisição de imóveis continuaram a ser feitos e os preços continuaram a subir.

Dessa forma, os *junk bonds* foram se espalhando enquanto os valores dos imóveis subiam formando uma bolha.

### 2.2.1. Aumento da Inadimplência nos EUA

Até o começo de 2006, o mercado hipotecário do *subprime* funcionou muito bem, mas a partir da metade daquele ano, a situação começou a mudar e o período de baixas taxas de juros chegou ao fim. As taxas de juros dos contratos que estavam na casa dos 2% a 3% a. a., durante o período inicial das hipotecas *subprime* começaram a aumentar chegando por volta dos 10% e 15% a.a., se tornando insustentável para muitos mutuários. (CAGNIN, 2009).

Devido a enorme quantidade de pessoas sem capacidade de pagar seus compromissos, os bancos foram levados a executar as hipotecas, tomando<sup>20</sup> uma grande quantidade de imóveis dos seus devedores. (FARHI E CINTRA, 2009). Sabemos que não é de interesse dos bancos manter e acumular imóveis a não ser para vendê-los e recuperar o dinheiro perdido. Sendo assim, os bancos colocaram esses imóveis novamente para serem vendidos no mercado, o que gerou um excesso de oferta de imóveis.

O aumento da taxa básica de juros junto com a restrição do crédito e o excesso de imóveis lançados ao mesmo tempo no mercado levaram os preços dos imóveis a uma tendência de queda. Com isso os compradores

---

<sup>20</sup> A Lei Civil sobre hipotecas nos EUA permite que os bancos retomem rapidamente os imóveis em caso de inadimplência, desobrigando o tomador do empréstimo de quitar o saldo devedor, pois o próprio imóvel é a garantia de pagamento. Sendo assim, o banco põe o imóvel a venda no mercado novamente e recupera eventuais perdas geradas pelo devedor inadimplente. O grande problema é que os bancos tomaram uma quantidade de imóveis muito grande e quando disponibilizaram novamente no mercado geraram um excesso de oferta.

observaram que seus imóveis não estavam se valorizando e para piorar a situação estavam perdendo valor.

O mercado imobiliário ficou saturado e os preços caíram ainda mais, à medida que os donos dos imóveis procuravam vendê-los o mais rápido possível para evitar um prejuízo ainda maior. (FARHI E CINTRA, 2009).

Tendo os preços dos imóveis iniciado um novo movimento de baixa, todo o mercado subprime desmoronou, pois, muitos mutuários dependiam da valorização de seus imóveis para mudar para hipotecas *prime* com taxas de juros mais baixas. Como estavam impossibilitados de realizar essa mudança, muitos tomadores de crédito tornaram-se incapazes de refinanciar seus imóveis, e começaram a atrasar o pagamento de seus financiamentos. (DOWBOR, 2009).

Em 2008, existiam por volta de quatro milhões de residências não vendidas, incluindo três milhões de unidades desocupadas. O excesso de oferta fez com que o preço dos imóveis despencasse aumentando ainda mais a inadimplência entre os mutuários. (GONTIJO, 2008)

O resultado foi que os devedores que não conseguiram mais pagar os imóveis foram para rua e muitos ficaram sem ter onde morar. Os investidores que compraram os tais títulos com remuneração acima do mercado, perderam parte ou todo seu dinheiro e, quanto às instituições financeiras, bom, algumas foram salvas pelo Estado e seus executivos, muitos destes responsáveis pela crise, continuaram faturando milhões.

Apesar da atitude de algumas instituições, de voltar a distribuir bônus milionários a seus executivos, com o dinheiro injetado pelo governo americano, ou seja, dinheiro público, cabe ressaltar que, se os Estado Unidos não tivessem salvado as instituições financeiras, deixando as mesmas

quebrarem, o resultado poderia ter sido muito mais custoso, aprofundando a crise de redução de liquidez<sup>21</sup> na economia do país e do resto do mundo.

### 2.2.2. Excesso de alavancagem

Como os bancos levantaram dinheiro para emprestar de forma tão arriscada? Explicarei uma das principais formas que os bancos utilizavam para emprestar essa enorme quantia de dinheiro.

O mecanismo utilizado aqui é bem simples: O tomador do empréstimo, na realidade, não recebe o dinheiro utilizado para comprar o imóvel. Quem recebe o dinheiro é o dono do ativo, quer dizer, o vendedor do imóvel, e os valores podem ser depositados no mesmo banco, nesse caso, o banco que libera o financiamento, ou podem ser depositados em outro banco.

No caso do dinheiro ficar no banco que liberou o financiamento, muitas vezes o gerente explicava como o cliente deveria aplicar os recursos mantendo o dinheiro na própria instituição financeira. (DORNBUSH et al., 1998).

Já no caso dos recursos serem depositados em outro banco, acontece o seguinte: como os bancos emitem cheques de forma equilibrada, o mecanismo de compensação *over night* permite que nas trocas diárias todos os bancos ajustem suas posições ficando mais ou menos na mesma situação financeira. (DORNBUSH et al., 1998).

É extremamente interessante para os bancos emprestar dinheiro que não têm à medida que captam os depósitos dos clientes e os emprestam a uma

---

<sup>21</sup> Liquidez nesse caso está refletida na quantidade de recursos financeiros disponíveis na economia de um país, ou seja, a disponibilidade de crédito em um país. Quando se fala na redução de liquidez significa que há uma menor disponibilidade de crédito. Quando se fala no aumento da liquidez significa que há maior disponibilidade de crédito na economia de um país.

remuneração bem mais vantajosa<sup>22</sup>. Os bancos também se utilizam de produtos financeiros com prazos determinados onde captam os recursos dos clientes a uma remuneração baixa e põem estes recursos novamente no mercado a uma remuneração mais alta.

De acordo com o BIS (*Bank of International Settlements*), há a recomendação de que os bancos não emprestem mais do que nove vezes do seu capital. Entretanto, os bancos americanos pareciam não estar muito preocupados com essas recomendações, já que alguns dos bancos que quebraram, além dos que eram grandes demais para quebrar e foram salvos pelo Estado, estavam alavancados em até quarenta vezes o seu capital.

### **2.3. Desregulamentação**

A desregulamentação é o processo pelo qual há remoção ou simplificação das regulamentações governamentais, que restringem a atuação das forças de mercado. A desregulamentação, pelo menos na teoria, não significa a eliminação de leis contra fraudes, mas sim a eliminação ou redução do controle governamental sobre como negócios podem ser conduzidos, no intuito de caminhar em direção a um mercado mais livre.

Acontece que o mercado nem sempre consegue se autorregular e muito menos se ver livre de fraudes devido à ganância de muitas instituições. No fim das contas, a falta de regulamentação leva o mercado a crises e os Estados acabam tendo que intervir novamente para que o resultado das crises não piore ainda mais. (SULLIVAN E SHEFFRIN, 2002).

---

<sup>22</sup> Isso pode ser visto no capítulo 1 pg. 23, quando falo da criação de moeda pelos bancos, pois os mesmos criam dinheiro a medida em que emprestam recursos que só existem em seus balanços, ou seja, dinheiro que não existe de verdade. Num caso de resgate em massa pelos depositantes os bancos não teriam saldo suficiente para devolver o dinheiro aos credores.

Todo o processo de desregulamentação do sistema financeiro começou nos EUA em 1999, com a criação do *Gramm-Leach-Bliley Act*, que tinha objetivo de substituir outro, o *Glass-Steagall Act* de 1933, que foi criado como resposta a crise de 1929, com o objetivo de aumentar a regulamentação sobre operações financeiras, operações especulativas de crédito bancário, estimular a poupança e o consumo sustentáveis e de impedir a fusão bancos comerciais e bancos de investimento.

A lei *Gramm-Leach-Bliley* foi criada para bater de frente com os objetivos do *Glass Steagall Act*, que impedia a fusão de bancos de investimento, bancos comerciais ou seguradoras. O intuito do *Glass Steagall* era impedir que essas instituições se tornassem grande de mais e o Estado acabasse perdendo o controle sobre suas operações. Atualmente esses conglomerados são conhecidos como “indústria de serviços financeiros”. Já a lei *Gramm-Leach-Bliley* foi aprovada para liberar estes tipos de fusões permanentemente. (MARKHAM, 2009).

Durante algum tempo, antes da crise estourar, haviam especialistas alertando sobre os riscos de uma bolha no mercado imobiliário norte-americano, além da possibilidade dessa crise se alastrar para todos os países do globo, devido ao alto grau de interdependência entre os países e a falta de uma regulamentação eficiente do SMFI.

De acordo com Dowbor (2009), em 2007 o Fundo Monetário Internacional lançou um alerta sobre governança global<sup>23</sup>, perguntando quem estava à frente do SMFI. Ou seja, no relatório fica sugerido claramente que não há ninguém à frente do SMFI, e que também não há nenhum responsável por sua regulamentação. Além desses dois aspectos citados anteriormente, ainda

---

<sup>23</sup> Governança global: “É um processo contínuo por meio do qual conflito ou interesses diversos podem ser acomodados e a ação cooperativa tem lugar... No nível global, Governança era vista primeiramente como sendo apenas as relações intergovernamentais, mas hoje já pode ser entendida como envolvendo organizações não governamentais, movimentos de cidadãos, corporações multinacionais e o mercado de capitais global.” (ABREU, 2009 p.1).

podemos incluir práticas fraudulentas que tiveram forte impacto no desenrolar da crise.

Uma parte dessas práticas fraudulentas envolviam alguns processos de securitização envolvendo as Sociedades de Propósito Específico (SPE) <sup>24</sup>. O problema é que muitas vezes as SPEs eram registradas em paraísos fiscais e dessa forma as instituições financeiras mantinham os ativos *subprime* fora dos balanços das empresas. Aqui no Brasil esse tipo de operação fraudulenta é conhecido como “caixa dois”.

Para quem sobrou a conta da irresponsabilidade e da falta de regulamentação financeira dos Estados Unidos e de outros países desenvolvidos? No intuito de conter o pânico, os governos mais afetados buscaram tranquilizar suas populações com injeção de dinheiro público para salvar as instituições afetadas e dessa forma “proteger” a poupança, investimentos e aposentadoria de milhões de pessoas. (DOWBOR 2009).

Para muitos é incompreensível o porquê dos Estados utilizarem dinheiro dos próprios cidadãos, dinheiro arrecadado com impostos, para salvar tais instituições. Ao mesmo tempo em que havia indignação com a injeção de dinheiro público nas instituições financeiras falimentares, era observada uma sensação de alívio, pois os recursos injetados na economia estavam evitando uma quebra generalizada na economia dos países ricos e obviamente da economia global.

Outro fator importante é o das pessoas que pouparam durante sua vida inteira aplicando em fundos de pensão que tinham seus ativos aplicados em ações e até mesmo os títulos *subprime* que perderam grande parte de seu

---

<sup>24</sup> “Sociedade de Propósito Específico é um modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa limitada ou sociedade anônima com um objetivo específico”. (SEBRAE, 2009).

valor<sup>25</sup>. Os gestores das grandes instituições, que geralmente realizam operações especulativas com recursos de terceiros, faturam milhões por ano, independente dos resultados serem positivos, negativos ou até mesmo catastróficos, como aconteceu na recente crise. Detentores de ações e dos títulos *subprime* haviam perdido o equivalente a mais de 30 trilhões de dólares em meados de 2009. (DOWBOR 2009).

Sendo assim, muitos investidores, temendo o risco de perder todo seu dinheiro, passaram a procurar dólares, livrando-se de ações de empresas que realmente têm uma função produtiva na economia dos países, piorando o quadro da crise internacional.

## **2.4. Considerações Finais.**

Durante todo este capítulo foram descritos os diversos fatores que levaram os EUA a uma crise financeira e econômica de proporções imensuráveis. Desse modo vimos o excesso de crédito a consumidores que não eram muito confiáveis, a ganância das instituições financeiras em ganhar cada vez mais com esses tomadores de empréstimo que, apesar de arriscados, geravam lucros altíssimos para as instituições financeiras.

Pôde ser observado também o colapso de algumas instituições financeiras americanas devido aos problemas causados pelo agrupamento de ativos bons e podres num mesmo pacote por meio do processo de securitização onde esses ativos podres eram disponibilizados para serem negociados no mercado de capitais e acabaram se espalhando por diversas instituições dentro e fora dos EUA o que acabou aumentando o risco sistêmico de todo o sistema financeiro americano e que posteriormente se espalhou para todo o sistema financeiro internacional.

---

<sup>25</sup> As ações Perderam grande parte do valor ou até mesmo viraram pó, como se diz no mercado financeiro o que significa que os títulos não valem mais nada.

Apesar de todos esses fatores, o mais importante de todos foi a falta de regulamentação, tanto no mercado imobiliário quanto no mercado financeiro, que possibilitou que a crise atingisse tamanha proporção. O desenrolar da crise é fundamental para o entendimento dos impactos da crise no Brasil, que será abordada no próximo capítulo.



## CAPITULO 3

### ANÁLISE DO IMPACTO DA CRISE NO BRASIL

---

#### 3.1. Considerações Preliminares

Esta parte do trabalho é importante para entender quais foram os impactos observados na economia brasileira durante a crise do *subprime*. Sendo assim, este capítulo está estruturado da seguinte forma: a primeira parte é relativa ao impacto da crise no país. A segunda parte se refere às medidas econômicas tomadas pelo governo e a terceira aborda os resultados do mercado de capitais como um todo, analisando de forma mais específica o mercado acionário brasileiro.

#### 3.2. Efeitos da crise no Brasil

Para o Brasil, apesar de parecer contraditório, a crise significou possibilidade de novas oportunidades. Entretanto, deve-se começar falando do impacto inicial da crise, que não foi favorável ao país. Somente em um segundo momento, com o retorno da liquidez internacional, aliado às medidas de estímulo econômico implementadas pelo governo brasileiro, além da certa estabilidade econômica adquirida ao longo dos últimos anos, o país superou o impacto negativo e saiu da crise econômica mais rápido do que muitos países desenvolvidos.

Vale dizer que, sem as medidas tomadas por países desenvolvidos para aumentar a liquidez em suas respectivas economias, e consequentemente a liquidez internacional, dificilmente o Brasil teria escapado praticamente ileso

da crise internacional. Hoje, provavelmente, estaríamos passando por um sério processo recessivo como aconteceu nos Estados Unidos e como ainda vem acontecendo na Europa.

Voltando a fase inicial da crise, o primeiro impacto no sistema financeiro Brasileiro<sup>26</sup>, que se deveu ao alto grau de incerteza e o abalo da confiança nos empréstimos globais, foi a falta de liquidez que impactou os bancos brasileiros de forma negativa e, em consequência disso, abalou a economia do país como um todo. Desse modo, houve grande dificuldade para os bancos, principalmente bancos pequenos e financeiras, em conseguir rolar suas dívidas restringindo o acesso ao crédito para as famílias e empresas brasileiras. Todo esse processo afetou diretamente o nível de atividade econômica do país.

Ao contrário do que alguns defendiam, a economia brasileira não estava blindada em relação à crise de 2008. Pouco tempo depois do início da crise, e observando os seus impactos, logo foi por água abaixo a tese de descolamento da economia brasileira em relação à economia dos países desenvolvidos (DIAS, 2008).

De acordo com Dias (2008), as instituições financeiras procuram agir de forma pró-cíclica, ou seja, num período de expansão econômica tendem a aumentar a oferta de crédito, atendendo à demanda e, nesse caso, provocando o nível de endividamento dos agentes na expectativa do contínuo crescimento dos lucros e do crescimento da renda na economia. Já em um período de desaceleração ou desaquecimento econômico, como vimos recentemente na crise de 2008, os bancos optam pela liquidez, o que resulta em um estrangulamento do crédito. No caso do Brasil a preferência pela liquidez bancária provocou um “empoçamento” da liquidez e uma forte redução no crescimento do crédito.

---

<sup>26</sup> “O Sistema Financeiro Nacional é composto por instituições responsáveis por captar recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação desse processo”. (BMF&BOVESPA, p. 7).

Minsky (1982) também fala sobre esse comportamento dos bancos, de modo que as instituições financeiras tendem a se comportar de forma a acelerar o crescimento econômico em períodos mais otimistas; entretanto, tendem a aprofundar as crises em períodos de desaceleração econômica.

No Brasil, não houve uma crise de insolvência das instituições financeiras, mas pôde ser observado uma crise de liquidez em decorrência de um “empoçamento” da liquidez, dando início a uma desaceleração e maior seletividade na oferta do crédito. De certa forma, houve, também, um impacto negativo no aumento do crédito devido ao próprio encarecimento do custo para a captação de recursos via certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) e certificados de depósitos bancários (CDBs). Dias (2008, p 26), diz que “por outro lado, a combinação desses dois fatores: liquidez represada e retração do crédito afeta mais os bancos pequenos, que são, comumente, menos líquidos, mais alavancados e mais dependentes das operações de crédito para se manterem em funcionamento”.

Já os grandes bancos, que têm um grau de solidez muito maior, estavam suficientemente capitalizados. Nesses casos, os bancos até realizavam empréstimos, mas tornaram-se cada vez mais seletivos para concedê-los. Dessa forma, os bancos de maior porte aumentaram a liquidez do seu ativo, com a redução do prazo nos seus financiamentos. (CARVALHO, 2008).

De acordo com Ribeiro e Mendonça (2010), é descrito abaixo este acontecimento:

O comportamento dos bancos privados, marcado por uma intensa elevação da preferência pela liquidez, gerou uma paralisação do mercado de crédito, interrompendo subitamente um ciclo de expansão em curso desde 2003. Como consequência, contribuiu para uma diminuição do nível de atividades da economia brasileira no último trimestre de 2008. Além disso, observaram-se quedas nas linhas externas de

financiamento ao comércio externo e um aumento nos indicadores de inadimplência. Algumas instituições, especialmente bancos pequenos e médios, passaram a sofrer problemas de liquidez em função de perdas de depósitos e quedas acentuadas dos recursos a elas ofertados no mercado interbancário, criando uma situação conhecida como “empoçamento de liquidez”, que ficou concentrada nas grandes instituições. (RIBEIRO E MENDONÇA, 2010 P. 72).

Um dos grandes problemas no Brasil foi de fato a ampliação da preferência pela liquidez. As grandes instituições bancárias não emprestavam porque tinham receio de que os empréstimos não fossem pagos.

Além disso, não deve ser esquecido que, ao longo dos últimos anos, o país passou por um longo processo de aumento da liberalização financeira para residentes e para não residentes. A liberalização para não residentes abriu outro caminho para a crise financeira.

O primeiro deles, como já foi visto, se refere aos residentes: instituições bancárias e grandes empresas com dificuldade de conseguir empréstimos no mercado financeiro internacional seja sob a forma de empréstimos ou pela dificuldade em captar recursos via emissão de títulos, *debêntures*, *commercial papers* etc. Já pelo lado dos não residentes ou investidores externos, as perdas em outros mercados acabaram fazendo com que eles vendessem suas posições no mercado de ações e títulos no Brasil, assim como em outros países emergentes, no intuito de recompor parcialmente suas perdas. Como já foi abordado no primeiro capítulo, essa fuga de capitais aconteceu devido ao “efeito contágio”, que deflagrou o início da queda nos preços dos ativos negociados na bolsa de valores brasileira (BRESSER-PEREIRA, 2008).

Outro impacto negativo foi a crise dos derivativos cambiais. Podem-se destacar, principalmente, as empresas brasileiras exportadoras que tinham suas posições vendidas em dólar. As empresas compram ou vendem dólares

no mercado futuro para realizar as chamadas operações de *hedge* (proteção). Essas operações financeiras servem como meio de proteger as empresas, nesse caso, as exportadoras, de variações cambiais.

O problema, na verdade, não foi somente a tentativa das empresas em se proteger da variação cambial, mas sim, por que elas também aproveitavam a forte valorização do câmbio para aumentar sua posição nessas operações financeiras de forma especulativa, se expondo a um nível considerável de alavancagem com o objetivo de ganhar mais dinheiro. Sendo assim, quando o câmbio inverteu sua tendência de alta e passou a se desvalorizar, as empresas que estavam vendidas em dólares e com um alto nível de alavancagem passaram a sofrer prejuízos milionários decorrentes de suas operações no mercado financeiro.

De acordo com Rodrigues (2009):

Por outro lado, esta operação considerada de altíssimo risco traz dois potenciais benefícios: (i) fornecimento de uma proteção (*hedge*) para a empresa contra oscilações cambiais desfavoráveis e, (ii) possibilidade de ganhos financeiros em razão do prêmio pago pelos bancos em virtude da opção comprada. Estes potenciais benefícios, combinados com o ambiente, à época, favorável (que inclusive contava com sinalizações da equipe econômica do governo no sentido de que não haveria uma forte depreciação da moeda) levaram com que algumas empresas brasileiras, com destaque para a Aracruz e Sadia, investissem pesadamente em contratos derivativos do tipo *forward swap*, com vistas a compensar perdas operacionais com receitas financeiras. (RODRIGUES, 2009 PG. 9).

Haja visto que os resultados não saíram como previsto pelas empresas citadas, e por outras empresas mais que não o foram, além de um ambiente de muita tensão e incerteza, ocasionado pela crise internacional,

houve uma diminuição maciça na distribuição de crédito o que dificultou mais ainda a vida das empresas devido à falta de recursos para financiar seus prejuízos decorrentes das operações financeiras mal sucedidas. (RODRIGUES, 2010).

### **3.3. Medidas econômicas tomadas pelo Brasil durante a crise**

Em uma situação de desaceleração da atividade econômica, é papel fundamental do Governo e do Banco Central evitar ao máximo que aconteça uma queda acentuada do nível de produção e do emprego no país. Quando surge uma crise de confiança que afeta negativamente os planos de investimentos das empresas, a política fiscal deve ajudar a política monetária por meio da ampliação dos gastos públicos, sobretudo com investimentos em infraestrutura, e da redução de impostos. (DIAS 2008, P 28).

Além disso, é necessária a implementação de uma política monetária expansionista, com cortes na taxa de juros, expansão do crédito e aumento da emissão de moeda. Essas medidas, de extrema importância para estimular a retomada do crescimento econômico, podem ser chamadas de “keynesianismo monetário”.

Assim, devido à redução dos recursos disponíveis na economia para evitar uma crise de solvência bancária que pudesse resultar em uma crise sistêmica, a autoridade monetária brasileira adotou uma série de medidas, entre as quais se destacam: diminuição do compulsório sobre depósitos à vista, à prazo e de poupança (DIAS, 2008). O depósito compulsório é uma forma que o Banco Central tem de controlar a quantia de dinheiro que circula na economia, ou seja, por meio do compulsório os bancos são obrigados a depositar, em uma conta do próprio Banco Central do Brasil, parte dos recursos captados dos clientes nos depósitos à vista, poupança ou à prazo.

Com a liberação do compulsório, os bancos tiveram maior disponibilidade de recursos para emprestar a seus clientes, de forma a evitar que houvesse um estrangulamento do crédito.

Outras medidas importantes foram tomadas pelo Governo como, por exemplo, a redução da taxa básica de juros, que entrou em processo de declínio, saindo de 13,75% ao ano em 2008, chegando a 8,75% ao ano em 2009; e a aprovação pelo governo da MP nº 443<sup>27</sup>, que passou a autorizar os bancos estatais a comprar carteiras de crédito de bancos privados ou até mesmo assumir o controle das instituições que estivessem em dificuldade, além de promover forte evolução do crédito para pessoas física e jurídica. (QUEVEDO, 2009).

No início da crise, os bancos públicos representavam cerca de 35% do total dos financiamentos, chegando a 41% em fevereiro de 2010. Em um primeiro momento, os bancos privados restringiram o crédito e, só depois de sentirem maior confiança no mercado, voltaram a expandir de forma mais agressiva concessão de empréstimos. (RIBEIRO E MENDONÇA, 2010 P. 57).

Outra medida criada pelo Conselho Monetário Nacional foi a de adotar maior transparência sobre operações com derivativos contratadas fora do país, devido aos casos da Aracruz, Sadia e outras empresas exportadoras que se expuseram de forma extremamente arriscada em derivativos cambiais.

---

<sup>27</sup> MP nº 443, de 2008 Art. 1º O Banco do Brasil S.A. e a Caixa Econômica Federal ficam autorizados a constituir subsidiárias integrais ou controladas, com vistas no cumprimento de atividades de seu objeto social. Art. 2º O Banco do Brasil S.A. e a Caixa Econômica Federal, diretamente ou por intermédio de suas subsidiárias, poderão adquirir participação em instituições financeiras, públicas ou privadas, sediadas no Brasil, incluindo empresas dos ramos securitário, previdenciário, de capitalização e demais ramos descritos nos [arts. 17 e 18 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964](#), além dos ramos de atividades complementares às do setor financeiro, com ou sem o controle do capital social, observado o disposto no [inciso X do caput do art. 10 daquela Lei](#). [\(VIDE DECRETO nº 7.509, de 2011\)](#).

A medida de injeção de liquidez na economia por meio de política monetária foi um dos fatores mais importantes para se evitar uma crise de liquidez interna, pois a restrição do crédito tornaria inevitável uma crise recessiva.

Mais um fator importante realizado pelo governo foi a manutenção das políticas que já estavam em andamento, mantendo, por exemplo, investimentos relativos ao crescimento da Petrobras além do programa de aceleração do crescimento (PAC) que continuaram a estimular o crescimento econômico, aumentando os gastos públicos para tirar o país mais rapidamente da crise. (CARVALHO, 2010). .

Cabe mencionar novamente que, caso não tivesse havido aumento da liquidez internacional, essas medidas tomadas pelo governo brasileiro teriam alcance bastante restrito.

### **3.4. Recuperação econômica e a volta dos investidores externos para a BMF/BOVESPA**

A partir do segundo semestre de 2009, depois que as medidas de estímulo fiscal e monetário tomadas pelo governo passaram a surtir efeitos positivos na economia, o mercado de capitais brasileiro deu início a um novo movimento de alta, guiado principalmente pelo retorno dos investidores estrangeiros.

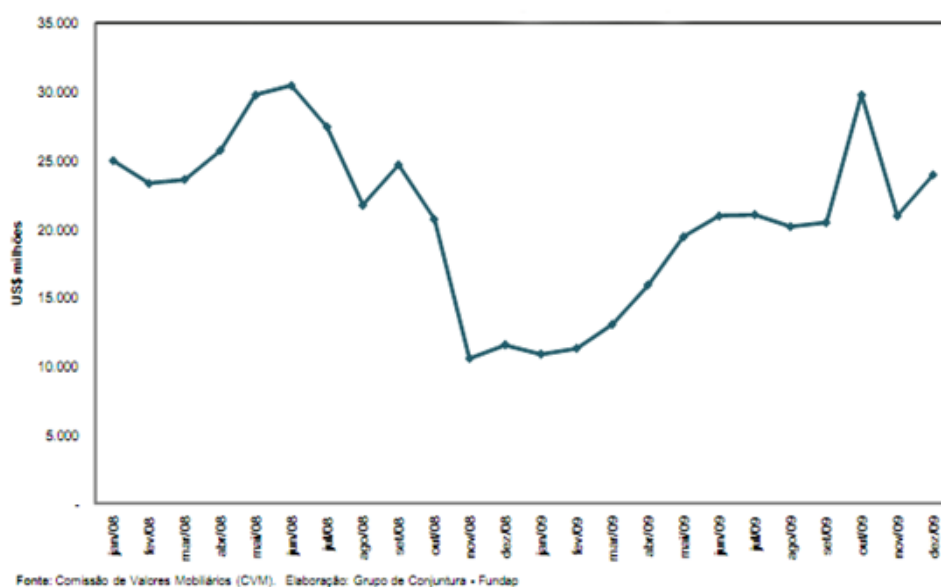
Nesse sentido, à medida que as empresas brasileiras observaram essa nova recuperação do mercado financeiro, elas passaram a retomar seus planos de se capitalizar, levantando recursos via mercado de capitais, sobretudo utilizando a oferta pública inicial de ações (IPO), na sigla em inglês, e também por meio da emissão debêntures e notas promissórias. O volume de recursos captados com estes instrumentos financeiros passou de 26 bilhões de reais no primeiro semestre de 2008 para 72,5 bilhões no segundo semestre de 2009. (QUEVEDO, 2009)



O investimento externo de portfolio engloba a captação de recursos por meio de diversos produtos financeiros como títulos de renda fixa públicos e privados, letras de crédito, ações, opções e outros tipos de derivativos. Entretanto, darei ênfase aos investimentos voltados para bolsa de valores.

O mercado acionário brasileiro, em meados de 2008, sofreu com a rápida fuga de capitais que, devido a sua grande dependência dos investidores externos, foi o primeiro segmento da economia a sentir o forte impacto diante da crise internacional. Como pode ser visto (gráfico 1), o giro financeiro mensal de investidores estrangeiros caiu de 30 bilhões de dólares no começo de 2008 para 10 bilhões de dólares em novembro de 2008. Entretanto, como também pode ser visto, a partir do segundo semestre de 2009, o Ibovespa deu início a um novo ciclo de alta com os investidores estrangeiros, movimentando aproximadamente 30 bilhões de dólares novamente.

Gráfico 1.- Giro dos Investidores Estrangeiros na Bovespa

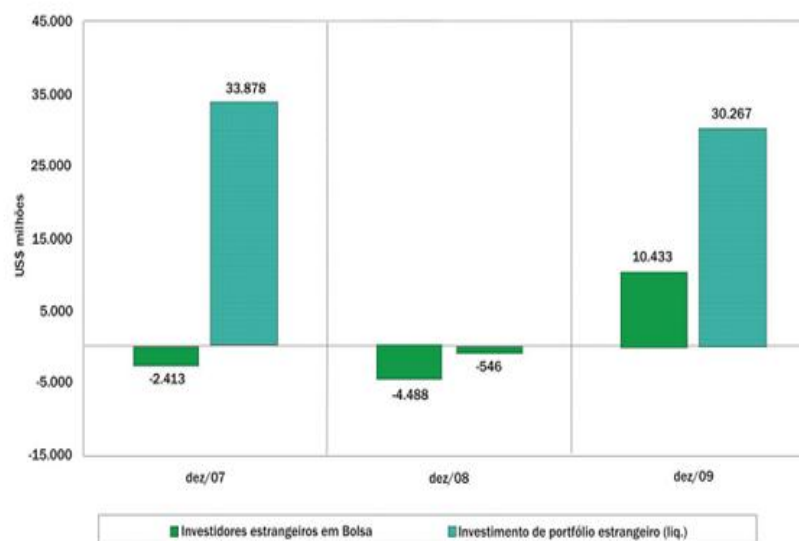


Nota: 1. Média mensal das compras e vendas realizadas pelos investidores estrangeiros em bolsa.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaboração FUNDAP, 2009.

Pode ser observado (Gráfico2), de forma mais clara, a evolução do investimento estrangeiro líquido na bolsa de valores brasileira. Em dezembro de 2007, os recursos de estrangeiros em bolsa já estavam em 2,4 bilhões de dólares negativos<sup>28</sup>, o que já demonstrava certo receio por parte dos investidores estrangeiros em relação ao risco dos investimentos em bolsa de valores, enquanto o investimento de portfólio ainda estava com um saldo positivo de 33,8 bilhões de dólares.

Gráfico 2 - Evolução do Investimento Estrangeiro Líquido



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap. \*acumul. até este mês

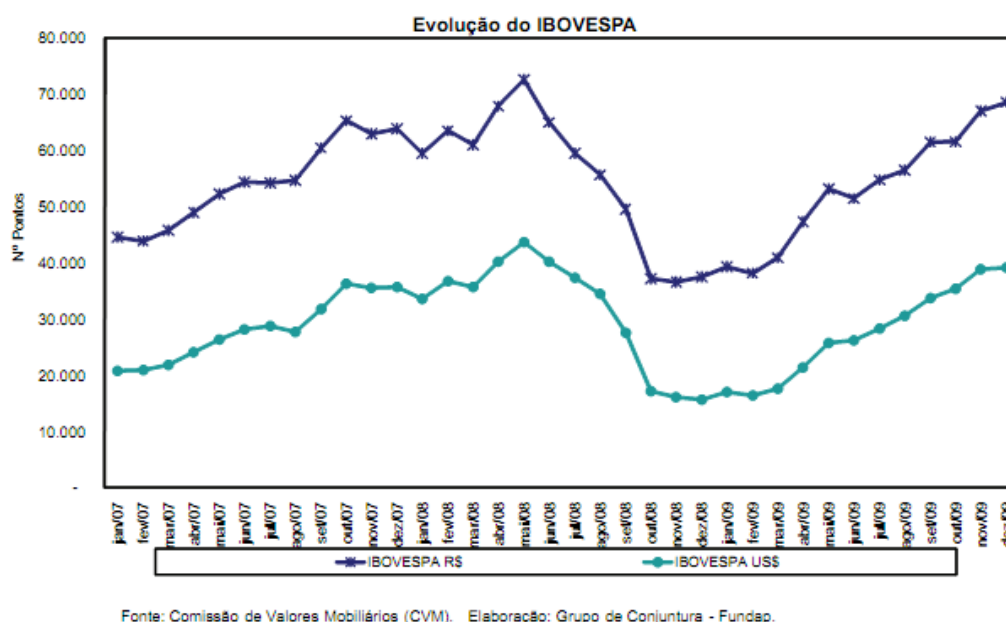
Fonte: Comissão de valores Mobiliários (CVM). Elaboração: FUNDAP, 2009.

Já no final de 2008 a Bovespa e os investimentos de portfólio em geral acumulavam prejuízos de aproximadamente US\$5 bilhões e US\$600 milhões, respectivamente. (FUNDAP, 2009).

<sup>28</sup> Cabe ressaltar aqui, que a bolsa de valores é considerada um termômetro do mercado, ou seja, quando há sinais de uma crise econômica, a bolsa de valores é o primeiro seguimento da economia a sentir os impactos negativos antes que a crise realmente aconteça e se espalhe para resto da economia.

Com a forte saída dos investidores estrangeiros na metade de 2008 os preços das ações caíram significativamente, levando o Ibovespa abaixo dos 40 mil pontos, sendo que, no começo do mesmo ano, o Índice havia ultrapassado os 70 mil pontos (Gráfico 3). Só em maio de 2009 pôde ser vista uma reversão do movimento de queda e o início da recuperação do índice da bolsa de valores brasileira.

Gráfico 3 - Evolução do Índice Bovespa



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM) Elaboração FUNDAP 2009.

A forte retomada dos investimentos estrangeiros a partir do segundo semestre de 2009 inverteu, também, a tendência do câmbio, impulsionando fortemente a valorização do Real, o que levou o Ministério da Fazenda a cobrar o imposto sobre operações financeiras (IOF) de investidores não residentes a uma alíquota de 2%. Apesar da taxação do IOF ter gerado certo receio sobre uma nova fuga de capitais, por conta dos investidores externos no mercado de capitais brasileiro, sobretudo no mercado acionário, a medida tomada pelo governo afetou os investimentos de portfolio apenas por um período curto e

logo após os investidores estrangeiros voltaram a aumentar o aporte de recursos no país.

Para reforçar as informações sobre a volta dos investidores externos, cito mais alguns dados a seguir: No último semestre de 2009, cinco IPOs foram realizados, movimentando um volume de recursos da ordem de US\$ 3,5 bilhões. A participação dos investidores estrangeiros nessas distribuições públicas variou, por exemplo, de 48% na oferta da Marfrig, empresa frigorífica, a 79% na oferta da empresa educacional Anhanguera. Outro exemplo foi a abertura de capital do Laboratório Fleury, a última oferta realizada no ano (17 de dezembro), onde a participação estrangeira foi por volta de 75% em aquisição de ações. O volume negociado na Bovespa, que havia alcançado, no mês de outubro, o patamar recorde de R\$ 154 bilhões (US\$ 88 bilhões), com uma média diária de R\$ 7 bilhões, despencou após a introdução do IOF sobre as operações financeiras de não residentes, caindo para R\$ 123 bilhões (variação de 14%). Porém, em dezembro, o volume de negócio voltou a subir, alcançando R\$ 133 bilhões (US\$ 76 bilhões), indicando a reação inicial exagerada do “mercado” à iniciativa governamental de controlar o fluxo de investimento estrangeiro de portfólio. (FUNDAP, 2009 P. 9).

Em 2009, a Bovespa voltou a se destacar dentre as bolsas, de países emergentes e avançados mais importantes, registrando a segunda maior valorização em dólar no que diz respeito a giro dos negócios. (QUEVEDO, 2009)

### **3.5. Considerações finais.**

Como pôde ser observado neste capítulo, a crise de liquidez internacional teve um impacto significativo na economia brasileira, ocasionando uma forte desaceleração econômica, pelo menos em um primeiro momento. Só após as medidas adotadas pelos Estados Unidos e alguns países europeus de injetar liquidez em suas economias foi que o Brasil passou a assumir uma

posição mais confortável em relação à crise. O governo brasileiro também deu início a medidas anticíclicas de estímulo monetário e isenção fiscal que foram de suma importância para que o país continuasse crescendo, enquanto a maioria dos países desenvolvidos estavam em recessão.

Foi mostrado também, o “efeito contágio”, no que diz respeito a investimentos no mercado de capitais brasileiro, com uma rápida fuga de capitais no início da crise. Entretanto, em um segundo momento, enquanto os países desenvolvidos ainda sentiam forte desaceleração econômica em decorrência da crise internacional, pôde-se destacar o Brasil, que passou por um dos melhores períodos da sua história. A economia brasileira foi impactada positivamente como um todo, mas ressalto aqui o ótimo desempenho do mercado de capitais e, em específico, o mercado acionário brasileiro entre o início de 2009 e a metade de 2010.

## 4 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou discorrer, em primeiro lugar, sobre o apoio teórico desenvolvido por autores importantes do campo das Relações Internacionais e do meio econômico. Sendo assim, em primeiro lugar foram mostrados conceitos sobre interdependência complexa e globalização, temas que são amplamente discutidos no curso de Relação Internacionais. Foram abordados também conceitos sobre o funcionamento do mercado internacional de capitais e o seu complexo processo de interdependência entre os países, conectados em um mercado em que há a livre mobilidade de capitais ou, pelo menos, em que essa livre mobilidade acontece entre a grande maioria dos países que têm sua conta de capital aberta.

Vimos também, o processo que difunde certo pânico no mercado internacional de capitais, chamado de “efeito contágio”, em que investidores temendo um risco sistêmico na economia internacional buscam maior segurança em seus investimentos, fugindo de ativos considerados menos seguros como as ações ou títulos do tesouro de países emergentes para ativos considerados mais seguros de países desenvolvidos como, por exemplo, o dólar ou títulos do tesouro americano.

Ficou evidente durante este trabalho que o mercado internacional de capitais é realmente importante para os diversos países que compõem o SMFI, à medida que há um aumento do leque de opções para que os países consigam diversificar e ampliar suas receitas. Não obstante, foi visto, também a importância do investimento de portfólio para investidores, empresas e governos, que também fazem parte do mercado internacional de capitais. Como foi confirmado e diferentemente do que muitos acreditam, o investimento de portfólio é fundamental para economia dos países e traz ganhos reais para a economia de um país.

Dentro desse contexto temos um limite para os benefícios gerados pelo mercado internacional de capitais e pelos investimentos de portfólio. Esse limite é a falta de uma regulamentação eficiente do sistema financeiro

internacional. Sem essa regulamentação eficiente, os prejuízos financeiros decorrentes de determinado país pode contaminar a economia de diversos países devido a abertura do mercado de capitais. De qualquer forma sabemos o quanto é difícil tratar de regulamentação de sistema financeiro mesmo que seja dentro de um Estado. Muitas vezes a regulamentação interna se mostra ineficiente, então é de se imaginar a dificuldade de estruturar uma regulamentação eficiente para todo o sistema financeiro internacional já que não existe nem a figura de uma autoridade suprema que concentre o poder de regulamentação como acontece no caso dos Estados.

Em um segundo momento, foi feita a descrição da crise do *subprime*, que teve seu pico em meados de 2008 com o anúncio da falência do banco de investimentos *Lehman Brothers*. Foi de suma importância discorrer sobre como a crise se desenvolveu internamente nos Estados Unidos para que, posteriormente, pudesse ser mostrado como esta mesma crise que, de fato teve seu surgimento devido ao processo de desregulamentação da economia americana, mas que teve seu ápice no mercado imobiliário, se alastrou para outros países do sistema financeiro internacional.

Foram mostradas também as políticas adotadas pelos EUA e outros países desenvolvidos que ajudaram a reverter o caminho da crise, principalmente no que diz respeito aos países em desenvolvimento.

Novamente nos deparamos com as dificuldades sobre as questões de regulamentação ou desregulamentação do sistema financeiro, nesse caso os problemas se iniciaram dentro sistema financeiro dos EUA. O processo de desregulamentação da economia junto com os atuais avanços da engenharia financeira, ganância das intuições e como não poderia deixar de ser também as operações fraudulentas. É mais do que evidente que toda essa desregulamentação e esse excesso de liberdade das grandes instituições, ou seja, o livre mercado, não é tão benéfico a economia como acreditam os liberais, pois na realidade o mercado não consegue se autorregular e quando tais instituições não tem um mínimo de controle elas acabam se autodestruindo além de causar sérios problemas desestabilizadores dentro de uma economia.

A crise do subprime teve inicialmente maior impacto no setor imobiliário, mas apesar da crise ter surgido dentro sistema financeiro norte-americano devido ao seu processo desregulamentação, os maiores prejudicados, ou seja, os mutuários que perderam seus imóveis foram os que levaram a culpa de ter causado a crise, pois se os mesmos sabiam que não tinham condições de honrar tais empréstimos, não deveriam ter pegado dinheiro emprestado para comprar imóveis.

No fim das contas, muitos mutuários ficaram sem os seus imóveis, as intuições financeiras, pelo menos as que eram grandes demais para quebrar acabaram sendo salvas pelo Estado com dinheiro público, pois uma quebra generalizada poderia causar efeitos ainda mais desestabilizadores dentro da economia dos EUA além de um impacto ainda maior na economia internacional. Mas e agora? O que acontece? Será que esses acontecimentos servirão de lição para que possamos aprender com os erros do passado e desse modo evitar novas crises ou será mera questão de tempo até que o processo de desregulamentação e a irresponsabilidade dos agentes financeiros voltem a ocasionar crises de impactos econômicos tão devastadores como a crise do *subprime*!

Foram ainda analisados neste trabalho o impacto da crise na economia e as políticas econômicas adotadas pela pelo Governo e a Autoridade Monetária brasileira. Tendo em vista essas duas fases da crise, em um primeiro momento o Brasil passou por uma forte retração da liquidez e um breve processo recessivo da economia. Entretanto, em um segundo momento, dadas as políticas adotadas pelos EUA e pelo o próprio Brasil, pôde ser constatada uma reversão da crise e o retorno do crescimento econômico brasileiro.

Ainda pôde ser vista a evolução dos investimentos externos de portfólio no mercado de capitais brasileiro durante a crise internacional. Desse modo, se esclareceu como o dinamismo desse mercado é fortemente condicionado pelos ciclos econômico e pelas condições internacionais de liquidez. No final de 2007, quando o setor produtivo brasileiro e o mercado de



crédito bancário sentiam os fortes impactos da crise, os investidores estrangeiros passaram a alocar seus recursos em países com moedas mais seguras, ou seja, com maior grau de conversibilidade.

Somente pôde ser observado certo descolamento da economia do Brasil, em relação à economia dos países desenvolvidos, quando houve a reativação da atividade econômica brasileira impulsionada, principalmente, pelo mercado interno e graças às medidas econômicas anticíclicas adotadas pelo governo. Logo após, o mercado de capitais e o mercado acionário brasileiro, voltaram a ser procurado pelos investidores estrangeiros, o que resultou em um dos seus melhores momentos desse seguimento em toda a história.

A economia brasileira se saiu muito bem depois da crise, o mercado de capitais teve um crescimento vertiginoso com os investidores estrangeiros apostando em nossa economia. Mas até quando o Brasil continuará sendo atrativo para os investidores tanto em relação a investimentos direto quanto aos investimentos de portfólio. Será que o Brasil conseguirá manter seu crescimento pelo consumo interno? E a baixíssima competitividade que tem em relação ao mercado internacional? São dúvidas que lavam a acreditar que o país não conseguirá se manter em destaque, economicamente falando, se não adotar medidas que melhorem drasticamente a infraestrutura além incentivos ao desenvolvimento tecnológico que melhore a competitividade do país lá fora. Entretanto, só tempo irá mostrar se o país será capaz de continuar se destacando internacionalmente como vem acontecendo hoje em dia.

## BIBLIOGRAFIA

ABRASCA. *O que são Debêntures*. Associação Brasileira de companhias abertas/ julho de 2008. Disponível em: [http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha\\_debentures.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf) > Acesso em: 02/06/2012.

ABREU, A. R. *Conceito de Governança global: Problema da Reforma das Nações Unidas*. Disponível em: <http://www.ronizealine.eti.br/download/conceitodegovernancaglobal.pdf> Acesso em: 01/06/2012.

AVERBUG André e GIAMBIAGI Fábio. *A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências*, Rio de Janeiro, maio – 2000. <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-77.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-77.pdf)> Acesso em 22/03/2012.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO MUNDIAL. *Globalização, crescimento e pobreza*. São Paulo: Editora Futura, 2003.

BAUMANN, Renato (org.). *O Brasil e a Economia Global* (Rio de Janeiro: Campus SOBEET, 1996).

BECKER, Bertha G. e CLAUDIO, A. G. Egler. *Brasil: uma nova potência regional na economia-mundo* (Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1993).

BMF&BOVESPA. *Introdução ao Mercado de Capitais*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf> acesso em; 01/06/2012.

BRASIL. *INSTRUÇÃO CVM Nº 414, DE 30 DE DEZEMBRO DE 2004*. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst414consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst414consolid.doc)> Acesso em: 09/04/2012.

BRESSER-PEREIRA *Crise e Recuperação da Confiança*. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. *Dossiê da Crise*. Rio Grande do Sul. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 de setembro. 2011

BRUNI, Adriano Leal. *Globalização Financeira, Eficiência Informacional e Custo de Capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiras no período 1992-2001*/São Paulo: FEA/USP, 2002.

BULLIO, Olívia et al. *A atuação do Fed. antes e depois do estouro da bolha imobiliária: discricionariedade e mandato de bancos centrais em contexto de desregulamentação financeira*. *Econ. soc.*, Ago. 2011, vol.20, no. 2, p.329-364.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Entendendo a Recente Crise Financeira Global*. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. Dossiê da Crise. Rio Grande do Sul. 2008. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 de setembro. 2011.

DAS, Dilip K. *Financial globalization and the emerging market economies* (New York: Routledge, 2004).

DORNBUSCH, Rudiger, Fischer, STANLEY e SCHMALENSEE, Richard. *Economics*/ MacGraw-Hill, Inc. 1998- 2<sup>nd</sup> ed.

DOWBOR, Ladislau. *A Crise Financeira sem Mistérios: Convergência dos dramas econômicos, sociais e ambientais*. 1 de Julho de 2009. Disponível em <<http://dowbor.org/criseseemmisterios8.pdf>> Acessado em 05/09/2011

DUARTE, M. A. *Risco: Definições, Tipos, Medição e Recomendações para seu Gerenciamento*. Disponível em: <http://www.risktech.com.br/pdfs/risco.pdf>> Acesso em: 01/06/2012.

CALLADO, Antônio A. CUNHA. Moller, Horst Dieter. *Investimento Estrangeiro em carteira de Ações, crises internacionais e Ibovespa*. Revista de Administração Makenzi. Volume 8, nº 1, 2007, pp.156-192.

CAGNIN, Rafael Fagundes. *O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008*. *Estud. av.*, 2009, vol.23, no. 66, p.147-168

CRISE DO SUBPRIME. Disponível em: <<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia>>. Acesso em: 26/10/2010.

EICHENGREEN, Barry. *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

ELTON, Edwin J. et al. *Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos*. Tradução Antônio Zoratto Sanvicente. - São Paulo: Atlas, 2004, pp. 233-255.

FARHI, Maryse e CINTRA, Marcos Antônio Macedo *A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo*. *Rev. Econ. Polít.*, Set 2009, vol.29, no. 3, p.274-294.

FELTON, Andrew; REINHART, Carmen, *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. London: VoxEU.org Publication, 2008.

FREITAS, Maria Cristina Penido de and Cintra, ANTONIO, Macedo. *Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano*. *Rev. Econ. Polit.*, Set 2008, vol.28, no.3, p.414-433.

FUNDAP. *O Mercado de Capitais em 2009*. Grupo de conjuntura. Nota Técnica / Disponível em: <http://debates.fundap.sp.gov.br/>> Acesso em: 26/09/2011.

GONTIJO, Claudio. *Subprime: Os 100 dias que abalaram o capital financeiro mundial e os efeitos da crise sobre o Brasil*/ Bel Horizonte, 2011.

INÁCIO, Marcela. *Instabilidade, desregulamentação financeira e a crise do sistema financeiro atual: uma análise a partir de Minsky*. Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis 2009.

JÚNIOR, Arno Dal Ri et al. *Relações Internacionais Interdependência e Sociedade Global*. Rio Grande do Sul: Unijui, 2003, pp. 179-208.

KAMINSKY L. Graciela, REINHART M. Carmen, A. Carlos. *The Unholy Trinity of Financial Contagion*/ National Bureau of Economic Research, Cambridge MA-2003.

KEOHANE, R.O. & NYE, J. S. *Power and Interdependence: world politics in transition*. Boston: Little, Brown and Company, 1977.

KRUGMAN, Paul. *Economia Internacional-Teoria e Política*/ SP, 2005- editora Pearson Brasil, 6ª Ed.

\_\_\_\_\_ A crise de 2008 e a economia da depressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LIMA, Marcelluz Egydio. *Dupla Negociação e Arbitragem entre ações e ADRs de empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Brasília: UNB, 2005. pp. 13-46.

MARJHAM, W. Jerry. *The Subprime Crisis--A Test Match For the Bankers: Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley, 2009*. Disponível em: < [works.bepress.com/context/.../article/.../viewcont...](http://works.bepress.com/context/.../article/.../viewcont...) > Acesso em: 13/04/2012.

MINSKY, Hyman P. *Can it happen again?. essays on instability and finance*. New York: M. E. Sharp, 1982.

QUEVEDO, C. Franco. *A Crise Econômica Mundial de 2007 a 2009: Um estudo específico dos fluxos de capitais estrangeiros na Bovespa*. Monografia, Porto Alegre: UFRS, 2009.

PIMENTA, T. Junior. *Relações entre os principais mercados acionários emergentes da América Latina e sudeste asiático*. Tese de Doutorado apresentado ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1999.

PINHEIRO, J. Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PRATES, Daniela Magalhães. *O efeito-contágio da crise financeira global nos países emergentes* In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. Dossiê da Crise II. Rio Grande do Sul. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 de setembro. 2011.

REVISTA DO BNDES, *Analisando a crise do subprime*. Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ. 2008. Disponível em [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf) Acesso em 15/08/2011.

RIBEIRO, Ana e Mendonça, SIMONE. *O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente* In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA KEYNESIANA. DOSSIÊ da Crise II. Rio Grande do Sul. 2010. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/dossie-crise.pdf>>. Acesso em: 20 de setembro. 2011.

RICUPERO, Rubens. *A resiliência do Estado Nacional diante da globalização*. Estud. av. Vol. 22. no. 62. São Paulo: 2008, pp. 129-143.

RODRIGUES, C. Ana. *A regulação do sistema financeiro para evitar crises sistêmicas*. Monografia 2009 Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Monografia-Regulacao-do-Sistema-Financeiro.pdf>> Acesso em 20/02/2012.

SEABRA, Fernando e CAZAROTTO, Simone. *Contágio e “Descontágio” Entre os Mercados Financeiros da Argentina e Brasil*. XXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção Curitiba PR, 25 de outubro de 2002.

SEBRAE. *Sociedade de Propósito Específico*. Série Empreendimentos Coletivos, 2009. Disponível em: <[www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/.../NT00042C06.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/.../NT00042C06.pdf)> Acesso em: 10/04/2012.

SOROS, George. *O novo paradigma para os mercados financeiros; a crise atual e o que ela significa*. Rio de Janeiro, AGIR, 2008.

SULLIVAN, Arthur; SHEFFRIN, Steven M. (2002). *Economics: Principles in Action*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON Trade and development— UNCTAD. *Trade and development report: commodity prices, capital flows and the financing of investment*. New York, 2008. Disponível em: < <http://www.unctad.org> >.

VIOTTI, Paul R. Kauppi, Mark V. *International relations Theory: realism, pluralism, globalism*. MA: Viacom, 1998, pp 210-215.

.

.